

ÜST KADEME KURAMI KAPSAMINDA HİSSE GETİRİLERİ ÜZERİNDE CEO'NUN ÖZELLİKLERİNİN ETKİSİ

THE EFFECT OF CEO CHARACTERISTICS ON STOCK RETURNS WITHIN UPPER ECHELONS THEORY

Öğr. Gör. Dr. Serkan ÜNAL¹
Dr. Öğr. Üyesi Çağlar DOĞRU²

ÖZ

1984 yılında oluşturulan üst kademe (upper echelons) kuramı şirketlerin üst yönetim ekiplerinin özelliklerinin şirket performansına etkisini gündeme taşımıştır. Bu konuda birçok araştırma yapılmış olsa da Türkiye’de yapılmış detaylı bir çalışma bulunmamaktadır. Bu çalışmada, Türkiye’deki büyük ölçekli firmaların önemli bir kısmını içeren BİST100 endeksindeki şirketlere ait 2015-2019 yıllarını kapsayan veri seti kullanılarak şirket CEO’larının özelliklerinin şirket performansına etkisi incelenmiştir. Araştırmadan elde edilen sonuçlara CEO yaşı, CEO ikiliği, CEO’nun aynı firmada çalıştığı süre ve CEO’nun aynı firma içinden atanmasının şirket performansına etkisi bulunmamaktadır. CEO’nun mevcut pozisyonda geçirdiği sürenin ve toplam CEO olarak çalışma tecrübesinin istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde şirket performansına olumlu yansıdığı görülmüştür. Araştırmada önemli bulgular olarak (1) BİST100’deki şirketlerin %84’ünün CEO pozisyonuna içerden atama yaptıkları, (2) içerden atanan CEO’ların aynı pozisyonda dışarıdan atanan CEO’lara kıyasla üç kat daha fazla kaldığı ve (3) CEO olarak çalışılan süre ile elde edilen performans arasında pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Hisse Fiyat Performansı, BIST100, CEO Yaşı, CEO Kıdemi, CEO İkiliği.


JEL Sınıflandırma Kodları: G14, G30, J24, J26.


ABSTRACT

The effects of top management teams’ characteristics on company performance has become very popular with the upper echelon’s theory, created in 1984. This has led to various academic studies on that topic however there is no detailed study conducted in Turkey. In the study, the effects of CEO characteristics on company performance is analyzed by using data of large-scale Turkish firms which are members of the BIST100 index over 2015 and 2019. According to the results obtained from the research, the age of the CEO, the CEO duality, and the CEO’s experience in the current company have no statistically significant effect on the stock performance. CEO’s experience in the current position and past experience working as a CEO have positive impact on the performance of the company. As the important findings in the research, (1) 84% of the companies in BIST100 are appointed insiders to the CEO position, (2) the insider CEOs stay three times more than the outsiders, and (3) there is a positive relation between CEO’s experience working as a CEO and company performance.

Keywords: Stock Price Performance, BIST100, CEO Age, CEO Tenure, CEO Duality.

JEL Classification Codes: G14, G30, J24, J26.

¹  Ufuk Üniversitesi, Meslek Yüksek Okulu, Yönetim ve Organizasyon Bölümü, serkan.unal@ufuk.edu.tr

²  Ufuk Üniversitesi, Meslek Yüksek Okulu, Yönetim ve Organizasyon Bölümü, caglar.dogru@ufuk.edu.tr

EXTENDED SUMMARY

Purpose and Scope:

According to the upper echelons theory, the past experiences, values, and personalities of senior managers affect the performance of companies. Organizations are shaped by what their managers think, feel, understand, and believe. The organizational success of the company emerges as a reflection of the senior executives in terms of both strategic decisions and efficiency (Hambrick and Mason, 1984). In this study, the relationship between company performance and CEO characteristics have been analyzed in Turkish firms.

Design/methodology/approach:

In this study, the performance data of the companies in the BIST100 index for the 5 years between 2015-2019 were used. 163 different managers were included in the study, and the number of observations used in the study was 475 companies * years. In many studies in the literature, Tobin's Q and asset profitability variables are used as the dependent variable that determines the company performance. Tobin's Q and asset profitability variables are more related to the structural characteristics, age, and sector of the company than CEO performance. At the same time, the choice of the CEO varies depending on company performance. Therefore, in this study, the variable of stock price performance is used as the dependent variable. As independent variables (1) CEO age, (2) CEO duality, (3) CEO's experience in the same position, (4) CEO's working time in the current company, (5) the CEO's tenure in the same position in the current firm, and (6) the appointment of the CEO from within or outside the company have been used. The model was evaluated with random effects and fixed effects models.

Findings:

According to the research findings, 84% of CEOs are appointed from within, and the average working time of internally appointed CEOs as CEOs in the same company is three times as long as those appointed from outside. In companies listed on the BIST100 index, the CEO is rarely the chairman of the board. CEO duality is present in only 8% of observations. While the average age of a CEO is 52, it is noteworthy that a significant portion of CEOs retires at the age of 60. According to the results obtained from Model 1, in parallel with other studies in the literature, a statistically significant relationship was not found between the age of the CEO and stock returns in the same year. When the relationship between time worked as CEO and stock performance is analyzed in Model 2, a statistically significant relationship at the level of 5% is found. According to the results, the relationship between time worked as CEO and stock performance is positive. In Model 3, no statistically significant relationship was found between the time the CEO worked in the same firm and the stock performance. In Model 5, a statistically significant, and the same direction was found between the time the CEO spent in the current position and the stock performance. In Model 4, CEO duality has been analyzed. CEO duality is present in only 38 of the 475 observations within the scope of the research, and no statistically significant result was obtained. In Model 6, the effect of an internal or external appointment of the CEO on stock returns is examined. No statistically significant result was found between the internal appointment of the CEO and the company performance.

Conclusion and Discussion:

According to the results of the research, the age of the CEO, the CEO duality, the duration of the CEO working in the same company, and the appointment of the CEO from the same company do not affect the company's performance. On the other hand, it was observed that the time the CEO spent in the current position and his total experience of working as a CEO has a statistically significant and positive effect on company performance. Both findings show that the experience gained with senior management roles by CEOs reflects positively on company performance. The fact that young leaders are given the chance to work in senior positions shows that they can continue their CEO career with increased performance for many years. Although the R² values were found to be high due to the use of the average return of firms in the same sector as the control variable, it is noteworthy that the beta coefficients of the tested independent variables are low. In other words, the effect of the characteristics of CEOs on company performance is limited.

1. GİRİŞ

CEO (Chief Executive Officer), üst yönetimin içerisinde bütün şirkete yön veren, stratejik kararları alan ve şirketin karlılığında birinci derece pay sahibi olan oyuncu olarak rol almaktadır. Türkiye’de örneğin icra kurulu başkanı ya da genel müdür gibi unvanlar ile yakın veya eş anlamlı kullanılsa da bu çalışma kapsamında literatürde aynı unvanı kullanan araştırmalar ile bütünlük arz etmek amacı ile kavram özgün hali ve kısaltması olan CEO şeklinde kullanılmaktadır. Buradan hareketle ifade etmek gerekirse, örgüt kuramı üzerine çalışan akademisyenler için CEO’ların özelliklerinin firma performansı üzerindeki etkisi önemli çalışma alanlarından birisidir. 1950’lere kadar yapılan çalışmalarda CEO’lara ciddi bir önem arz edilmemiştir. Bu dönemde CEO’lar, organizasyona uyum sağlayan, emirlere uyan, yumuşak ve sistem adamı gibi özelliklerle anılmıştır (Whyte, 1956). Dönemin CEO’larının ortak özellikleri arasında onlarca yıl aynı firmada çalışmış olmak, nadiren işten atılmak ve maaş olarak kendilerine raporlayan yöneticilerden yalnızca biraz daha yüksek ücret almak bulunmaktaydı (Quigley ve Hambrick, 2015: 821). Sonrasında CEO’lara verilen önem giderek yükselmiş, 1984’e geldiğinde ise üst yönetim ekibinin özelliklerinin firmanın geleceğine tesirini analiz eden üst kademe teorisi ileri sürülmüştür (Hambrick ve Mason, 1984). 1990’larla birlikte CEO’lar sık sık medyada yer alır hale gelmişler ve bazıları meşhur olmaya başlamıştır. Bu dönemde CEO’ların üzerindeki beklenti oldukça yüksek seviyeye ulaşmış, artık CEO’ların önemli bir bölümü başka firmalardan transfer edilmeye başlanmış, kendilerine doğrudan raporlayan diğer yöneticilerden çok daha fazla gelir elde eder hale gelmişler ve işler ters gittiğinde sözleşmelerin sonlandırılması bir rutin halini almıştır (Quigley ve Hambrick, 2015: 821).

Üst kademe kuramına göre üst düzey yöneticilerin geçmiş tecrübeleri, değerleri, kişilikleri şirketlerin performansına etki etmektedir. Örgütler, yöneticilerinin düşündükleri, hissettikleri, anladıkları ve inandıklarına bağlı olarak şekillenmektedirler. Bu kurama göre şirketin örgütsel başarıları gerek stratejik gerekse etkinlik olarak üst düzey yöneticilerin bir yansıması olarak ortaya çıkmaktadır Hambrick ve Mason (1984).

Hambrick ve Mason (1984: 198) üst yönetim ekibi hakkındaki görüşlerini kuramsallaştırdıkları çalışmalarında üst yönetimin, psikolojik olarak kavramsal değerlerinin; gözlemlenebilir olarak ise yaş, fonksiyonel donanım, diğer kariyer tecrübeleri, eğitim, sosyoekonomik köken, finansal pozisyon ve grup özelliklerinin önemine işaret etmişlerdir. CEO’ların etkisinin algılandığı kadar yüksek olmayabileceğini ve elde edilen performansın bazı durumlarda şans eseri oluşabileceğini bildirmiş olan (Fitza, 2017: 808) ve CEO’ların firmalardaki etkinliklerinin CEO tutumlarına bağlı olarak önemli ölçüde değişkenlik gösterdiğini belirten (Bertrand ve Schoar, 2013: 1204) çalışmalar mevcut olsa da günümüzde üst kademe teorisi popülerliğini korumakta ve birçok çalışmada yöneticilerin hangi özelliklerinin başarıda ön planda olduğu analiz edilmeye devam edilmektedir.

Literatürde üst kademe teorisindeki özellikleri baz alan çalışmalar; özellikle CEO yaşının, tecrübesinin, şirketin içerisinden ya da dışarıdan atanmasının ve aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olup olmamasının (CEO ikiliği); şirket performansına etkilerini araştırmışlardır. Yaşlı ve tecrübeli olan CEO’lar gençlere kıyasla tecrübeleriyle daha etkin karar alabilmekte ve riskleri daha doğru analiz edebilmektedirler. Diğer yandan yaşlanmanın getirdiği etkiyle fiziksel ve ruhsal performanslarında düşüş gerçekleşmekte ve emekliliklerinin yaklaşması dolayısıyla daha kısa vadeye odaklanmaları söz konusu olmaktadır. Şirketin içerisinden atanan CEO’lar şirketi ve şirketin iş yapış şeklini tanımakta, dışarıdan gelen CEO’lar ise şirkete yeni tecrübeleri kazandırabilmektedir. CEO ikiliği CEO’ya etkin bir yönetim için geniş bir hareket alanı tanırken, azınlık hissedarları için ise vekalet maliyetleri doğurabilecek şartları ortaya çıkarmaktadır. Kısaca bütün bu özelliklerin artı ve eksileri bulunmakta, ideal CEO’nun seçimi örgütlerin sağlıklı bir şekilde faaliyetlerine devam etmeleri açısından kritik öneme sahip olmaktadır.

ABD ve diğer ülkelerde CEO’ların özellikleri ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen birçok çalışma olmasına karşın, Türkiye’de yapılmış çalışmalar oldukça az sayıdadır (Dursun ve Köseoğlu, 2016:117; Besler, 2006: 43; Celikyurt ve Donmez, 2017: 217). Ülkeler kurumsal yönetim tarzlarına bağlı olarak birbirlerinden farklılık göstermektedirler. Birçok ülkede Kıta Avrupası ya da Anglo-Sakson sistemlerine uygun yapılar mevcutken (Cernat, 2004: 149) Türkiye Anglo-Sakson ve Kıta Avrupası sistemlerinin karışımı olan melez bir yapıya sahiptir (Tuzcu ve Fıkrkoca, 2005: 169). Bu nedenle bu çalışmada, Türkiye, özel olarak ele alınmış ve CEO’lara ait özelliklerin Türkiye’ye özgü yönetim anlayışına sahip firmalarda ne gibi etkilere sahip olduğu araştırılmıştır.

Literatürdeki çalışmalarda şirket performansını ölçen bağımlı değişkenler olarak çoğunlukla Tobin’s Q ve aktif karlılık değişkenleri seçilmiştir. Oysa bu değişkenlerin CEO’ların performanslarından bağımsız olarak firmaların yapısal özellikleri doğrultusunda farklılık göstermesi; bu yapısal özelliklerin aynı zamanda CEO seçiminde de

belirleyici olması durumu söz konusudur. Örneğin genç bir firma genç bir CEO'yu tercih edebilmektedir. Ayrıca genç firmaların daha hızlı büyüme oranlarına sahip olması yüksek Tobin's Q oranına sahip olmalarına olanak sağlamaktadır (Rodenbach ve Brettel, 2012: 621; Yim, 2013: 254). Bu nedenle şirket performansını daha etkin temsil edeceği düşüncesiyle bu çalışmada literatürdeki diğer birçok çalışmanın aksine CEO özelliklerine bağlı firma performansını ölçen bağımlı değişken olarak hisse fiyat performansı belirlenmiştir. Çalışmada geniş bir bağımsız değişken seti kullanılmış, CEO'ların yaşı, aynı firmadaki tecrübesi, aynı pozisyondaki tecrübesi, toplam CEO'luk tecrübesi, CEO ikiliği ve aynı firmadan ya da dışarıdan atanması gibi özellikler incelenmiştir. Çalışma örnekleme 2019 yılında BİST100 endeksinde bulunan şirketler dahil edilmiş, bu şirketlerin 2015-2019 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Panel veri seti; rassal etkiler, sabit etkiler ve dirençli (sağlam) tahminciler yöntemleri ile analiz edilmiştir.

Bu araştırma kapsamında, kavramsal çerçevenin çizilerek, araştırmanın sorunsalına ışık tutmak amacıyla literatür taramasına yer verilecek, CEO yaşı, CEO kıdemi, CEO ikiliği, CEO'nun dışarıdan ya da içeriden atanmasını ve CEO'lara ait diğer özellikleri konu alan çalışmalar sunulacaktır. Devamında ise, araştırmanın veri seti ve yöntemi, elde edilen bulgular ortaya konulacaktır.

2. LİTERATÜR TARAMASI

2.1. CEO Yaşını Ele Alan Çalışmalar

Literatürdeki çalışmalar yaşlı CEO'ların tecrübeyle gelen üstünlüklerinin yanında gençlere kıyasla birtakım dezavantajlarının da bulunduğunu belirtmektedirler (Hambrick ve Mason, 1984: 198). Örneğin yaşlıların gençlere kıyasla duygusal ve fiziksel dayanıklılıklarının azalması, yeni fikirleri ve bilgileri öğrenme yeteneklerinin zayıflaması söz konusudur (Kitchell, 1997). Yaşlı insanlar gençlere kıyasla hem bağlamsal ilişkileri hem de anlamları kavramada ve hatırlamada daha fazla zorlanırlar ve yavaşlırlar (Burke ve Light, 1981:540). Birçok araştırma yaşlı CEO'ların araştırma ve geliştirmeye daha az bütçe ayırdıklarını bildirmektedir (Zajac ve Stearns, 1997:217; Bertrand ve Schoar, 2003: 1204; Serfling, 2014: 253). Yaşlı CEO'ların bir diğer özelliği yatırım harcamalarını geri plana atmalarıdır (Bertrand ve Schoar, 2003: 1203; Serfling, 2014: 251). Bu durumun olası nedenlerinden biri, araştırma geliştirme harcamalarının ancak çok uzun vadelerde sonuç vermesi yaşlı CEO'ların da bu kadar uzun vadede aynı şirkette devam etme şanslarının olmamasıdır.

Yaşın getirdiği olumsuz özelliklerin yanında şüphesiz olumlu yanlar da mevcuttur. Akademik araştırmalar, yaşlı yöneticilerin kararları verirken daha fazla bilgiye ulaştıklarını, daha detay analiz yaptıklarını ve daha az yanıldıklarını göstermektedir. Çünkü artık emeklilik yaşı gelmiş olan üst düzey yöneticilerin hata yapmak istememeleri ve kariyer hayatlarında kalan kısa süreyi daha az sorunla geçirmek istemeleri söz konusu olacaktır. Diğer yandan yaşlı üst düzey yöneticiler muhtemelen daha önceki kariyerlerinde bazı pozisyonları istemeden bırakmak zorunda kalmış olabilirler ve bu durumlardan aldıkları derslerle sonuçları daha fazla tartarak hareket etmeleri mümkün olmaktadır. Yaşlı yöneticilerin kararlarının zamanla daha etkin bir hal aldığı ve rutinleştiği söylenebilir (Forbes, 2005: 360).

Bantel ve Jackson (1989) çalışmalarında CEO'ların yaşları ile inovasyona açık olmaları arasında önemli bir korelasyon olduğunu bunun da firma performansına yansıtıldığını göstermişlerdir.

Literatürde CEO yaşını ele alan çalışmalar ve elde ettikleri önemli bulgular aşağıda özetlenmiştir.

Geddes ve Vinod (1997) ABD'de yapılan ve 1974'den 1983'e kadar ki 10 yıllık verinin ve 367 şirketin dahil edildiği çalışmalarında yaşın CEO olarak atanma sırasında negatif ve doğrusal olmayan bir etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir.

Kitchell (1997), CEO'ların kişisel özelliklerinin inovasyona hangi ölçüde tesir ettiğini araştırdığı ve Kanada'da yaptığı çalışmaya makine ve metal endüstrisinde faaliyet gösteren 219 şirketi dahil etmiş ve bu firmaların CEO'larıyla mülakat yapıp anket formu doldurtmuştur. Ankete katılan 110 firmadan araştırma için gerekli bilgi elde edilebilmiştir. Araştırmadan elde edilen sonuçlara göre CEO'ların yaşı ile teknolojiye adaptasyonları arasında istatistiksel olarak anlamlı ve ters yönlü ilişki söz konusudur.

Brockmann ve Simmonds (1997) 33'ü 1995 yılının Fortune 500 listesinde bulunmak üzere 110 farklı CEO'yu dahil ettikleri çalışmalarında CEO'ların tecrübesinin örtük bilgi kullanımını ne ölçüde belirlediğini araştırmışlardır. Tecrübeyi ölçen bağımlı değişkenler olarak CEO'nun yaşı, aynı sektördeki ve aynı firmadaki

tecrübesinin kullanıldığı çalışmada, örtük bilgi kullanım miktarı ile CEO tecrübesi arasında net bir ilişki bulunmamıştır.

McKnight, Tomkins, Weir ve Hobson (2000) İngiltere’de halka açık olarak işlem gören 100 farklı şirketi dahil ettikleri çalışmalarında 1992 ve 1996 yılları arasındaki veriyi kullanarak CEO yaşı ile CEO’ların geliri arasındaki ilişkiyi tespit etmeye çalışmışlardır. Çalışma sonuçlarına göre CEO’ların yaşı ile gelirleri arasında lineer olmayan bir ilişki olduğu gözlemlenmiş, orta yaşlı CEO’ların yaşlı ve genç CEO’lara kıyasla belirgin bir şekilde daha yüksek maaş aldığı saptanmıştır. En genç CEO’nun 42, en yaşlı CEO’nun 69 ve ortalama CEO yaşının 55 olduğu örneklemede CEO’ların elde ettiği gelirin 53 yaşına kadar yükseldiği ve sonrasında düşmeye başladığı gözlemlenmiştir. Ayrıca yine aynı çalışma sonuçlarına göre CEO yaşı ile sabit gelir üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmasına rağmen, CEO yaşı ile performans ödemeleri arasında bir ilişki bulunmamıştır.

Barker ve Mueller (2002) Business Week dergisinin 1989 ve 1990 yılları için hazırlanmış olduğu ve 1000 şirketin dahil edildiği listeleri kullanarak CEO’ların kişisel özellikleri ile firmaların araştırma geliştirme harcamaları arasındaki ilişkiyi çalışmışlardır. Çalışmada örneklem seçiminde firmaların araştırma ve geliştirme harcamalarını beyan etmiş olmaları gerekli görüldüğü için 172 firma araştırmaya dahil edilebilmiştir. Bağımlı değişken olarak firmaların çalışan başına yaptıkları araştırma geliştirme harcamasının belirlendiği çalışmada bağımsız değişkenler olarak CEO’ların geçmiş iş tecrübelerinin bulunduğu alanlar, CEO yaşı ve CEO’ların elinde şirketlerinin hissesinin bulunup bulunmaması kullanılmıştır. Araştırma sonuçlarına göre genç CEO’ların bulunduğu şirketlerde R&D harcamaları daha yüksek miktarda gerçekleşmektedir.

Bertrand ve Schoar (2003) ABD’deki en büyük firmaları içeren Forbes 800 listesindeki firmalara ait 1969 ve 1999 yılları arasındaki veriyi kullandıkları çalışmalarında, üst düzey yöneticilerin özelliklerinin firma politikalarına ne derece etki ettiğini araştırmışlardır. Çalışma sonuçlarına göre CEO’ların yaşları arttıkça şirketlerin sermaye yatırımlarına ayırdığı bütçe azalmakta, araştırma ve geliştirme harcamalarına ayırdıkları bütçe ise artmaktadır. Ayrıca yaşlı CEO’ların bulunduğu firmalarda finansal kaldıraç kullanım oranı azalmaktadır.

Aygün ve İç (2010) CEO ikiliğini konu aldıkları çalışmalarında aynı zamanda genel müdürün yaşının şirket performansına etkisini de incelemişlerdir. Bu çalışmada veri kapsamına BIST’de 2006 ve 2007 yıllarında işlem gören 183 firma dahil edilmiştir. Çalışma sonuçlarına göre CEO’ların yaşının şirketlerin aktif karlılığına ve öz kaynak karlılığına istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunmazken, CEO yaşı ile Tobin’s Q oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve ters yönlü bir ilişki mevcuttur.

Serfling (2014) 1992-2010 yılları arasında ABD borsasında işlem gören 2.356 firmayı ele aldığı çalışmasında CEO’ların yaşı ile şirket politikalarının aldığı risk arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma bulgularına göre CEO yaşı ile hisse fiyatlarının oynaklığı arasında negatif korelasyon bulunmaktadır. Bu çalışmada aynı zamanda daha yaşlı olan CEO’ların riski nasıl düşürdükleri de incelenmiştir. Buna göre CEO’ların yaşları arttıkça, riskli yatırım projelerine daha düşük oranda başlamakta, araştırma ve geliştirme harcamalarını kısmakta, iş aktivitelerini daha fazla çeşitlendirilmiş alanlara yaymakta, firma satın almalarında sektörel çeşitliliğe önem vermekte ve daha az finansal kaldıraç kullanmaktadırlar. Diğer yandan firmalar da, yaşlı olan CEO’lardan daha az, genç olan CEO’lardan ise görece daha fazla risk almaları yönünde beklenti içerisindedirler.

Iqbal (2015), Standard and Poor’s Mergent Online’a ait 2011 veri setini kullanarak CEO’ların yaşı eğitimi ve hedge enstrümanı kullanımı arasındaki ilişkiyi analiz ettiği çalışmasına, petrol ve gaz endüstrisinde faaliyet gösteren 168 firmayı dahil etmiştir. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre genç CEO’lar ve petrol endüstrisi ile ilgili eğitim almış CEO’lar hedge enstrümanı kullanımına daha çok başvurmuşlardır.

Sitthipongpanich ve Polsiri (2015) 2001 ve 2005 yılları arasında Tayland borsasında işlem gören şirketleri ele aldıkları çalışmalarında, hissedarlar arasında baskın bir aile olup olmaması, CEO’nun yaşı, CEO’nun benzer sektörlerdeki iş tecrübesi ve eğitimi gibi faktörlerin şirket değerlemesine nasıl yansıdığını araştırmışlardır. Elde ettikleri sonuçlara göre CEO’nun aile içinden atanmasının şirket değerine negatif etkisi söz konusuysen, CEO’ların yaşının genç olduğu durumlarda şirket fiyatlaması daha yüksektir.

Cline ve Yore (2016) 1993’den başlayarak 2005 yılına kadar S&P 1500 listesine dahil edilmiş olan firmaları dahil ettikleri çalışmalarında, 2143 farklı firmaya ait veriyi kullanmışlar ve CEO yaşı, tecrübesi ve şirket piyasa değeri arasında ilişki olup olmadığını araştırmışlardır. Elde edilen bulgulara göre CEO yaşı ile şirketin piyasa fiyatlaması arasında negatif ilişki söz konusudur. Ayrıca yaşa bağlı olarak zorunlu emeklilik uygulamasına sahip olan firmalarda bu durumun şirket fiyatlamasına katkı sağladığı görülmüştür.

Vintilă, Onofrei ve Gherghina (2015), Bükreş borsasında işlem gören şirketlere ait 2007-2011 yılları arasındaki 334 firma * yıl'dan oluşan veriyi kullandıkları çalışmalarında yönetim kurulu ve CEO'ların özelliklerinin firma fiyatlamasına nasıl yansıdığını araştırmışlardır. Elde ettikleri sonuçlara göre CEO yaşı ile şirket fiyatlaması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

Eduardo ve Poole (2016) CEO yaşı, cinsiyeti ve hisse senedi performansı arasındaki ilişkiyi araştırdıkları çalışmalarında 2007 ve 2012 yılları arasında Fortune 500 listesine giren firmalara ait veriyi kullanmışlardır. CEO ile ilgili bilgilerin yayınlandığı tarihten itibaren 60 aylık hisse performansının bağımlı değişken olarak kullanıldığı çalışmada kadın CEO'lara sahip şirketlerde erkeklere kıyasla hisse senedi getirilerinin daha yüksek olduğu fakat yaş ile hisse senedi performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmadığı tespit edilmiştir.

Andreou, Louca ve Petrou (2017) CEO yaşı ile şirketin uğradığı hisse fiyatı çökme riski arasındaki ilişkiyi analiz ettikleri çalışmalarında ABD'de işlem gören 2.255 şirkete ait 1995 ve 2013 yılları arasındaki veriyi kullanmışlardır. Bu çalışmada, hisse fiyatında çöküş, normal hisse senedi volatilitesine göre 3,2 standart sapma büyüklüğünde düşüşün bir haftalık zaman diliminde yaşanması olarak tanımlanmıştır. Çalışmada elde edilen bulgulara göre genç CEO'lar hisse fiyatında çöküş olayını tecrübeli CEO'lara kıyasla daha fazla oranda yaşamaktadırlar. Çalışmanın bir diğer bulgusu ise genç CEO'ların yaşadığı birçok hisse fiyatı çöküşünün oldukça olumsuz gelen operasyonel sonuçların ardından yaşanmasıdır. Bu bulgular genç CEO'ların daha yaşlı CEO'lara kıyasla daha fazla risk aldığını belirten literatürdeki diğer çalışmalarla (Serfling, 2014) uyum sağlamaktadır.

Nguyen, Rahman ve Zhao (2018) 2001 ve 2011 yılları arasında Avusturyalı firmalara ait 2702 şirket 10 yıldan oluşan veriyi analiz ettikleri çalışmalarında CEO'ların özellikleri ile şirket değerlemesi arasında ilişki olup olmadığını bulmaya çalışmışlardır. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre CEO yaşı ile hisse fiyatlaması arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Söz konusu çalışmalardan elde edilen sonuçlar ışığında;

H₁: CEO yaşı ile şirketin hisse getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

2.2. CEO Kıdemini Ele Alan Çalışmalar

Stratejik risklerle karşılaşan yöneticilerin tecrübeleri arttıkça, risklerin olası sonuçları çok daha tahmin edilebilir hale gelmektedir ve bu risklerle ilgili olarak alınan kararların rasyonellik seviyesi artmaktadır. Tecrübe, üç farklı önemli kazanımla, yönetim seviyesinde yaşanan risklerin gerek gerçekleşme olasılıklarını gerekse gerçekleşen risklerin etkisini düşürücü etkiye sahiptir (Simsek, 2007: 654). Tecrübenin birinci önemli katkısı mevcut alternatifler arasında en az riske sahip ya da en fazla başarı olasılığı olanı seçmeye yardımcı olmasıdır. Tecrübeyle elde edilen ikinci önemli kazanım ise riskleri çok boyutlu analiz edebilme ve daha fazla detayda sonuçları öngörme yeteneğidir. Son olarak tecrübeli yöneticiler karar aldıktan sonra uygulama sırasında da kendilerini bekleyen aksaklıkları öngörebilirler ve gerekli önlemleri alabilirler. Tecrübenin artularının bulunduğu birçok olumlu örnek dışında her zaman olumlu sonuçlar vermediğini de not etmek yerinde olacaktır. Örneğin, Nguyen vd. (2018: 148) CEO kıdemi ile hisse senedi performansı arasında negatif bir ilişki bulmuştur. Burada dikkat edilmesi gereken bir nokta CEO'ların tecrübelerinin artan yaşla birlikte artması ve yaşlı CEO'lar ile genç ama tecrübeli CEO'lar arasında da muhakkak bir performans farkı olacaktır. CEO'ların kıdemi ile ilgili olarak yapılmış çalışmalar aşağıda özetlenmiştir.

Finkelstein ve Hambrick (1990), ABD'de yaptıkları çalışmada 100 adet firmaya ait 1978 – 1982 yılları arasındaki veriyi kullanmışlar ve bu firmalardaki üst yönetim ekiplerinin tecrübelerinin yüksekliğinin, şirketin stratejilerindeki devamlılık ve başarı açısından olumlu etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir. En küçük kareler (OLS) yöntemi ile regresyon analizi yapılan çalışmada hem stratejik kararlılığın hem de performans göstergelerinin, ekiplerin birlikte çalışma tecrübesiyle birlikte yükseldiği gözlemlenmiştir.

Rajagopalan ve Datta (1996), ABD'de yaptıkları çalışmada 410 firmaya ait 1977-1982 arasındaki veriyi kullanmışlardır. En küçük kareler (OLS) yönteminin uygulandığı çalışmada, CEO'nun aynı firmada çalıştığı süre miktarıyla belirlenen kıdemin şirketin reklam harcamaları ve belli bir sektöre odaklanmasıyla istatistiksel olarak anlamlı ve ters yönde ilişkili olduğu bulunmuştur. CEO'nun kıdemi ile sermaye kullanımının yoğunluğu, büyüme oranı ve talep oynaklığı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.

Kitchell (1997) tecrübeli CEO'ların yaş olarak akranlarına kıyasla inovasyona daha rahat uyum sağladığını tespit etmiştir.

Zajac ve Stearns (1997), Business Week dergisinin 1989 yılında araştırma geliştirme harcamalarında derece yapmış firmalar için hazırladığı listeyi kullanmışlar ve bu listede yer alan şirketlerin CEO'larının kariyer geçmişlerinin uzun vadeli stratejik planlamaya etkisini hesaplamaya çalışmışlardır. Bilgisayar, ilaç, yarı iletken ve kimyasal sektörlerinden birbirine yakın sayıda şirketin dahil edildiği çalışmalarında bağımlı değişken olarak şirketlerin araştırma ve geliştirme harcamaları, bağımsız değişkenler olarak ise CEO'ların mesleki uzmanlık alanları ve aynı firmada kaç yıldır çalıştıklarını gösteren kıdem verisi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre CEO'ların kıdemi ile şirketlerin araştırma ve geliştirme bütçesi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Çalışma sonuçlarına göre CEO'ların iş kariyerlerinin ilk yıllarında risk almaya daha açık oldukları, tecrübeleri arttıkça ise daha defansif pozisyon aldıkları görülmektedir.

Milbourn (2003), 1993 ve 1998 yılları arasında Standard and Poor's (S&P) 500, S&P MidCap ve the S&P SmallCap endekslerine dahil olan şirketleri içeren çalışmada, CEO'ların ne kadar meşhur olduğu ile CEO'lara hisse bazlı prim uygulamasının ne kadar sık yapıldığı arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Bu çalışmada CEO'nun ne kadar meşhur olduğunu belirleyen bağımsız değişkenler olarak CEO'nun kaç yıldır CEO olarak görev yaptığı, CEO'nun aynı firmadan mı yoksa dışardan mı atandığı ve CEO'nun isminin Dow Jones haberlerinde kaç kere anıldığı bilgisi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre CEO'nun kıdemi arttıkça performans odaklı ödemelerin ve sonuç olarak CEO'nun şirketin hisse senedi fiyatına bağlı olarak elde ettiği servetin arttığı görülmektedir.

Henderson, Miller ve Hambrick (2006) COMPUSTAT veri setindeki 1955 ve 1994 arasındaki veriyi kullandıkları çalışmalarında CEO'nun aynı firmadaki kıdemi ile şirket performansı arasında bir ilişki olup olmadığını bulmaya çalışmışlardır. Çalışmaya oldukça hızlı değişime uğrayan bilgisayar endüstrisinde çalışan 228 CEO ve değişimin çok daha yavaş yaşandığı markalı yiyecek üreten firmalardan 98 CEO dahil edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre durağan bir sektör olan yiyecek endüstrisinde 10-15 yıldan fazla çalışmış olan birkaç CEO haricinde genel olarak CEO'nun aynı firmadaki tecrübesi arttıkça firmaların aktif karlılık ve net kâr marjı gibi performans göstergelerinin iyileştiği görülmüştür. Diğer yandan değişimin çok daha hızlı yaşandığı bilgisayar endüstrisinde ise CEO'ların aynı firmadaki görev yılları arttıkça şirket performansının düştüğü görülmüştür. Bu durum bir CEO'nun aynı firmada çalıştıkça dışarıyla olan bağının koptuğu ve gelişmeleri yakından takip etme becerisinin azaldığı tezini desteklemektedir. Aynı zamanda gelişimin yavaş olduğu sektörlerde CEO'ların tecrübelerindeki artış ile organizasyonun mükemmelliği arasında pozitif ilişki vardır.

Vintilă, Onofrei ve Gherghina (2015) CEO'nun aynı firmada CEO olarak geçirdiği süreyi CEO kıdemi değişkeni olarak belirlemişler ve CEO kıdemi arttıkça şirketin piyasa değerine bu durumun pozitif yansıdığını bulmuşlardır.

Nguyen, Rahman ve Zhao (2018) CEO'nun aynı pozisyonda geçirdiği süre ile şirketin piyasa fiyatlaması arasında negatif ilişki olduğunu saptamıştır. Ele alınan çalışmalardan ortaya çıkan sonuçlara göre araştırmanın takip eden hipotezleri şu şekilde geliştirilmiştir:

H₂: CEO kıdemi ile şirketin hisse getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

2.3. CEO İkiliğini Ele Alan Çalışmalar

CEO ikiliği konusu özellikle vekalet kuramıyla ilgili çalışmalar yapan akademisyenlerin öncelik verdiği konulardan biridir. CEO ikiliği, hem yönetim kurulunun hem de üst yönetimin en kritik rollerinin tek bir kişide toplanması yönüyle, üst düzey yöneticiye geniş bir hareket alanı kazandırmakta, sonuç olarak da özellikle zor kararların alınması gereken dönemlerde hızlı hareket etme imkânı tanımaktadır. Fakat diğer yandan, istişare ve kontrol mekanizmalarının zayıflamasına neden olan CEO ikiliğinin şirket performansı açısından getireceği sonuçlar tartışma yaratmaktadır. CEO ikiliği, özellikle de yönetim kurulunda temsil şansı bulamayan hissedarların ve diğer paydaşların mağdur olmasına da neden olabilecek koşulların önünü açmaktadır. CEO ikiliğinin olumlu ve olumsuz yönlerinin mevcudiyeti akademik çalışmalarda da farklı sonuçlar elde edilmesiyle net bir görüşün ortaya çıkamamasına neden olmuştur (Boyd, 1995: 309; Loureiro, Makhija ve Zhang, 2020: 437). CEO ikiliğinin firma performansına nasıl yansıdığını ele alan diğer çalışmalar aşağıda özetlenmiştir.

Aygün ve İç (2010: 200) Borsa İstanbul'da işlem gören şirketleri dahil ettikleri çalışmalarında CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olmasının istatistiksel olarak %1 anlam düzeyinde şirketin aktif karlılık, öz kaynak karlılığı ve Tobin's Q rasyolarında negatif yönlü etkisi olduğunu bulmuşlardır.

Ersoy, Bayrakdaroğlu ve Şamiloğlu (2011) Türkiye'de şirketlerin kurumsal yönetimi ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi analiz ettikleri çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem gören 51 firmaya ait 1998 ve 2007 arasındaki dönemi kapsayan 10 yıllık veriyi kullanmışlardır. Elde ettikleri sonuçlara göre genel müdürün aynı zamanda

yönetim kurulu üyesi olması ya da yönetim kurulu başkanı olması durumunda bu durumun şirketlerin Tobin's Q oranına olumsuz yansıdığı görülmüştür. Diğer yandan hisse senedi getirileri ile CEO ikiliği arasında istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç bulunmamıştır.

Vintilă, Onofrei ve Gherghina (2015) Bükreş borsasındaki şirketleri araştırdıkları çalışmalarında CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması nedeniyle oluşan CEO ikiliği durumunun şirket fiyatlamasına istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde yansımadağını bulmuşlardır.

Çarkçı ve Ataman (2016), yönetim kurulu yapısının firmaların finansal performansına etkisini inceledikleri çalışmalarında CEO ikiliği ile finansal performans arasındaki ilişkiyi de analiz etmişlerdir. Türkiye'de faaliyet gösteren 236 firmanın dahil edildiği çalışmanın sonuçlarına göre CEO ikiliği ile finansal performans arasında ilişki yoktur.

Kılıç ve Ayrıçay (2018), Borsa İstanbul'da imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren şirketleri ele aldıkları çalışmalarında yönetim kurulu ve sahiplik yapısının şirket performansına etkisini incelemişlerdir. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre CEO ikiliği ile aktif karlılık, öz sermaye karlılığı ve satışların karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki vardır.

Nguyen, Rahman ve Zhao (2018) Avusturya'daki şirketleri içeren çalışmalarında CEO ikiliği ile şirket fiyatlaması arasında pozitif bir ilişki olabileceğini bulmuş olsalar da bu durumun ancak hızlı büyüyen firmalar için geçerli olduğunu tespit etmişlerdir.

Hsu, Lin, Chen ve Huang (2019) Tayvan'da 2000 ile 2012 yılları arasında faaliyet gösteren firmalara ait 9,656 şirket-yıl'dan oluşan veriyi kullandıkları çalışmalarında CEO ikiliği olan firmalarda analistlerin kar tahminlerinin çok daha yüksek oranda saptığını ve bunun sonucunda da halka açık paylara sahip hissedarların bu şirketlerde daha yüksek vekalet maliyeti yaşadıklarını tespit etmişlerdir.

Dogan, Elitas, Agca ve Ögel (2013) Borsa İstanbul'daki araştırmalarında CEO ikiliğinin şirket performansına negatif etkisi olduğunu saptamışlardır. Kısakürek ve Sakalsız (2020) Borsa İstanbul'da kurumsal yönetimin şirket performansı üzerindeki etkisini incelemiş ve kurumsal yönetim derecelendirmesinin hisse senedi performansı üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığını saptamıştır. Yıldız ve Doğan (2012) Borsa İstanbul'da menkul kıymet yatırım ortaklıklarında CEO ikiliğinin şirket karlılıklarına ve değerlemesine etkisini incelemiş ve elde ettikleri bulgulara göre CEO ikiliğinin performansı artırdığını tespit etmişlerdir. Tekin ve Demirel (2017) BİST100 şirketlerini içeren çalışmalarında yönetim kurulu kalitesinin firma performansına olan etkisini araştırmışlardır. Elde ettikleri bulgulara göre genel müdür (CEO) ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olmasının şirketlerin aktif karlılıklarına negatif etki ettiği görülmüştür. Dolayısıyla elde edilen sonuçlara göre araştırmanın üçüncü hipotezi şu şekilde geliştirilmiştir:

H₃: CEO ikiliği ile şirketin hisse getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

2.4. CEO'nun İçerden ya da Dışardan Atanmasını Ele Alan Çalışmalar

Bir şirket yeni bir CEO'yu görevlendireceği zaman önünde iki seçenek bulunmaktadır. Birincisi firma içinden atama yapmak, ikincisi ise dışarıdan bir üst düzey yöneticiyi transfer etmektir. Çoğunlukla firmalar CEO rolüne seçtikleri kişileri firma içinden atamaktadırlar. ABD'de 1974-1995 yılları arasında büyük ölçekli firmalara yapılan atamalar dikkate alındığında, 1035 görevlendirmede %80'lik kesimi oluşturan 848 CEO firma içinden atanmıştır (Agrawal vd., 2006: 620). İçerden gelen yöneticilerin bazı avantajları ve dezavantajları söz konusudur. Öncelikle firma içinden gelen bir yönetici gerek kurum kültürünü gerek iş yapış tarzını gerekse firmadaki farklı insanları önceden tanıma şansına sahiptir. Bu da alışma sürecini oldukça kısaltmakta, eldeki hazır bilgiyle mevcut sorunlar için daha önceden konulmuş teşhislerle hareket etme gibi fırsatlar sunmaktadır. Ayrıca içeriden atanan CEO'nun önceki iş sadakati ve şirkete sağlamış olduğu katkılar sayesinde yönetim kurulu ve hissedarlar nezdinde fazladan bir kredibiliteye sahip olması mümkündür. Bu durum, içeriden atanan CEO'ya ayrıcalıklı bir konum sunmakta ve yaptığı hatalar için daha fazla hoşgörüyle karşılık bulma şansı tanımaktadır. Diğer yandan dışarıdan transfer edilen CEO'ların da bazı avantajları söz konusu olabilir. Bunlardan en önemlisi farklı firmaları, farklı iş yapış şekillerini tecrübe etmiş olmak ve yeni geldiği firmaya da bu kazanımları transfer edebilme şansındır. Aşağıdaki kısımda CEO'ların içeriden ya da dışarıdan görevlendirilmesini konu almış olan ve bu faktörün şirket performansına nasıl yansıdığını belirten çalışmalar özetlenmiştir.

Borokhovich, Parrino ve Trapani (1996) CEO görevlendirmesinin dışarıdan ya da içeriden olmasının şirket performansına etkisini inceledikleri çalışmalarında, ABD’de 1970 ve 1988 yılları arasında, 588 adet büyük ölçekli halka açık firmada yaşanan 969 CEO değişimini ele almışlardır. Aktif karlılık ve hisse getirisi gibi performans ölçütlerinin kullanıldığı çalışmada dışarıdan gelen yönetim kurulu üyelerinin çoğunlukta olduğu firmalarda dışarıdan CEO transferinin daha sıklıkla rastlandığı, hissedarların dışarıdan CEO ataması yapıldığında bunu daha olumlu karşıladığı ayrıca içeriden atamalarda şirket performansının daha düşük olduğu tespit edilmiştir.

Geddes ve Vinod (1997) dışarıdan gelen yönetim kurulu üyelerinin baskın olduğu şirketlerde atanan CEO’ların daha uzun süre görevde kaldıklarını tespit etmişlerdir.

Agrawal, Knoeber ve Tsoulouhas (2006) Forbes 800 firmalarında 1974 ve 1995 yılları arasında yaşanan 1.035 adet CEO atamasını ele aldıkları çalışmalarında dışarıdan gelecek CEO’ların dezavantajının bulunup bulunmadığını tespit etmeye çalışmışlardır. Elde ettikleri bulguya göre şirketin organizasyon yapısını ürün ya da üretim hatlarına göre kurgulayan şirketlerde içeriden CEO atamasının çok daha yoğun yaşandığı görülmüştür. Bir diğer bulgu ise dışarıdan CEO atamasına giden firmalarda yönetici seçimi yapılırken, ürün ya da üretim hattı ağırlıklı organizasyon yapısına sahip firmalarda çalışmış yöneticilerin tercih edilmediğidir. Dolayısıyla;

H4: CEO’nun içeriden veya dışarıdan atanması ile şirketin hisse getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

2.5. CEO’ların Diğer Özelliklerinin Firma ve Ekip Üzerindeki Etkisini Ele Alan Çalışmalar

Literatürde CEO’ların özellikleri hakkında yapılmış birçok çalışma bulunmakla birlikte bu çalışmaların konu aldığı özellikler çeşitlilik göstermektedir. Bundan önceki bölümlerde yoğunlukla işlenen özellikler verilmiştir. Aşağıdaki kısımda ise diğer bazı özellikleri incelemiş olan çalışmalar özetlenmiştir.

Tosi, Misangyi, Fanelli, Waldman ve Yammarino (2004) ABD’de faaliyet gösteren ve 1992 yılı Fortune 500 listesinde bulunan 59 CEO’yu ele aldıkları çalışmalarında CEO’ların karizması, aldıkları ücret ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma bulgularına göre karizmatik CEO’lar daha fazla ücret aldıkları halde CEO’ların karizması ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamıştır.

Peterson, Smith, Martorana ve Owens (2003) 17 adet CEO’ya ait kişisel özellikleri CEO’lar hakkında yayınlanmış detaylı bilgi paylaşımlarını kullanarak analiz etmişlerdir. Elde ettikleri bilgi ile CEO’ların dürüstlük, duygusal denge, uzlaşmacı olma, dışadönüklük ve açık sözlü olma gibi özelliklerinin, yönettikleri takımları ne derece etkilediğini bulmaya çalışmışlardır. Coca-Cola, Disney ve General Motors gibi büyük firmaların CEO’larının dahil edildiği çalışmadan elde edilen sonuçlara göre istatistiksel olarak anlamlı ve 0.81 gibi yüksek bir korelasyonla CEO’ların karakter özelliklerinin yönettikleri takım dinamiklerini etkilediği tespit edilmiştir.

Clapham, Schwenk ve Caldwell (2005) COMPUSTAT veri setini kullandıkları çalışmalarında 1969-1988 arası dönemi tarayarak iflas etmiş ve iflas etmekten kurtularak tekrar rekabetçi konuma ulaşmış 43’er adet firmayı analiz etmişlerdir. Bu analizde CEO değişimi ile firma iflası arasında bir ilişki olup olmadığını tespit etmeye çalışmışlardır. Çalışma bulgularına göre kötü duruma düştükten sonra CEO değişikliğine giden firmalarda iflastan kurtulma olasılığının daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Du, Gao ve Levi (2012), 1992 ve 2009 yılları arasında SP500’de yer alan firmaları dahil ettikleri çalışmalarında CEO’ların hangi ay doğduğu ile CEO olarak seçilmeleri arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmışlardır. 375 CEO’ya ait yeterli veriye ulaşılabilen çalışmada, elde edilen bulgulara göre Haziran ve Temmuz ayında doğan CEO’ların diğer aylarda doğan CEO’lara kıyasla daha az sayıda bulunduğu tespit edilmiştir. Bunun da temel nedeni, 1 Eylül’ün okul kayıtlarında son kabul tarihi olması nedeniyle Haziran, Temmuz ve Ağustos aylarında doğanların sınıflarındaki en küçük yaşta olan öğrenciler olmasına bağlanmıştır.

Kaplan, Klebanov ve Sorensen (2012) 2000 ve 2006 yılları arasında, 224 farklı şirketin, CEO işe alımı sırasında 316 farklı CEO adayına uyguladıkları değerlendirmeleri içeren çalışmalarında CEO’ların hangi özelliklerinin önemli olduğunu analiz etmişlerdir. Elde edilen bulgulara göre iki faktörün yönetim karakterini belirlemede diğerlerine göre daha etkin olduğu ortaya çıkmıştır. Bunlar CEO’nun genel yeteneği ve CEO’nun iletişim ve kişiler arası ilişkileri yürütme ve kararlılık ile ilgili becerileridir.

Celikyurt ve Donmez (2017) Borsa İstanbul'da 2009 ve 2015 yılları arasında faaliyet gösteren 144 imalat sanayi firmasını dahil ettikleri çalışmalarında CEO'nun mühendislik eğitimi alıp almamasının şirket fiyatlamasına ve karlılığına etkisini analiz etmişlerdir. Elde ettikleri sonuçlara göre mühendislik kökenine sahip CEO'lar gerek şirketlerindeki aktif karlılık anlamında gerekse şirket değerlemesi anlamında diğer CEO'lara kıyasla daha olumlu sonuçlar almaktadırlar.

3. VERİ SETİ VE METODOLOJİ

3.1. Veri Seti

Bu çalışmada, CEO'lara ait özelliklerin şirketlerin hisse fiyat performanslarındaki etkilerinin sağlıklı bir şekilde bulunabilmesi için 1 Ocak 2020 itibariyle BIST100 endeksinde bulunan şirketlere ait veri kullanılmıştır. Borsa İstanbul'da 400'ü aşkın şirket olduğu halde aracı kurumların takip listelerine bu şirketlerin büyük çoğunluğu girmemektedir (Isyatirim, 2020a). Diğer yandan 01.01.2020 itibariyle Borsa İstanbul'da halka açık olarak işlem gören 408 şirketten 342'sinin halka açık piyasa değeri 100 MTL'nin altındadır (Isyatirim, 2020b). Araştırmalar şirketlerin halka açıklık oranları düştükçe fiyatlamaların daha sağlıklı olduğunu göstermektedir (Barak, 2007: 70). Bu nedenle de CEO'lara ait performansın BIST100 şirketlerinde daha etkin bir şekilde gözlemleneceği düşünülmüştür.

21. yüzyılda hızlı bir dönüşüm yaşanmakta, kuşak değişimi ve artan bilişim teknolojileri vasıtasıyla bu yüzyılda çalışanlardan beklenen özellikler de hızlı bir şekilde gelişmektedir (Acemoglu ve Restrepo, 2019: 26). Bu çalışmada günümüz koşullarını daha iyi temsil edeceği düşüncesiyle veri dönemi olarak son beş yıldan oluşan 2015-2019 yılları arasındaki zaman aralığı tercih edilmiştir. Çalışmaya 163 farklı yönetici dahil edilmiş, çalışmada kullanılan gözlem sayısı ise 475 olmuştur. Araştırmada bütün değişkenler için 1 Ocak ve 31 Aralık arasındaki dönem kapsayan yıllık veriler kullanılmıştır. Eğer yıl içinde CEO değişimi söz konusuysa takvim yılının daha uzun döneminde CEO'luk görevini üstlenen kişiye ait bilgiler analize dahil edilmiştir.

Çalışmada kullanılan hisse senedi fiyatları Yahoo Finans sitesinden, CEO'lar ile ilgili bilgiler ise şirketlerin faaliyet raporları, KAP bildirimleri, firma sitelerinde paylaşılan bilgiler, CEO'lara ait linkedin profilleri ve haber bültenleri gibi kaynaklardan araştırma yoluyla bulunmuştur.

3.2. Araştırmada Kullanılan Değişkenler

Yatırımcıları doğrudan ilgilendiren ayrıca CEO'ların prim tutarlarının belirlenmesinde temel performans göstergesi olarak kabul görmüş olan (John Harry III, Gao, Hwang, ve Wu, 2018) hisse senedi getirileri bu araştırmanın bağımlı değişkeni olarak belirlenmiştir. Literatürde birçok çalışmada bağımlı değişken olarak şirket fiyatlamasını ölçen Tobin's Q rasyosu ya da karlılığı ölçen aktif karlılık değişkenleri bağımlı değişken olarak tercih edilmiş olsa da (Nguyen vd., 2018: 140) bu çalışmada bu değişkenlerin CEO performansını doğru yansıtmayacağı düşünülmüştür. Öncelikle CEO yaşı ile firma yaşı arasında pozitif korelasyon söz konusudur (Rodenbach ve Brettel, 2012: 621; Yim, 2013: 254). Firma yaşı ile karlılığın ve şirket değerlemesinin gelişimi incelendiğinde ise firmaların yaşlandıkça ürünlerinin de yaşam eğrilerinin son aşamalarına geldiği görülmektedir. Google ve Facebook gibi örnekler ele alındığında özellikle teknoloji sektöründe genç firmaların çoğunlukla genç CEO'larla faaliyet göstermeye başladığı, ilk başta düşük öz kaynaklara sahip oldukları fakat hızlı bir büyümenin söz konusu olduğu bilinmektedir. Büyüme oranı yüksek firmaların daha yüksek Tobin's Q oranlarına sahip olması, olgunlaşmış firmalarda ise Tobin's Q ve aktif karlılık gibi değerlerin düşmesi söz konusu olacaktır (Loderer ve Waelchli, 2010:3). Ayrıca şirketin hitap ettiği pazarın özelliklerinin, şirketin rekabet gücünün ve şirketin iş yapış biçiminin de hem CEO yaşında hem de şirket değerlemesinde belirleyici unsur olması söz konusudur (Henderson vd., 2006: 447). Bu yüzden bir şirkete ait Tobin's Q ve aktif karlılık değerlerinin görece diğer şirketlere kıyasla yüksek ya da düşük olması durumu CEO'nun ortaya çıkardığı bir sonuç olmaktan çok CEO'nun hazır olarak teslim aldığı bir girdidir. Aynı açıdan hisse senedi getirileri incelendiğinde, firmanın mevcut yapısal özelliklerinin hisse fiyatına CEO'dan önce yansımış olduğu, diğer yandan CEO'nun performansı ile hisse fiyatının gelişimi arasında ise doğrudan bir ilişki olacağı değerlendirilmelidir. Hisse fiyatlarındaki artışla birlikte ilgili formülün içeriği gereği şirkete ait Tobin's Q değeri de artacaktır. Bu nedenle hisse fiyat performansının gelişimi CEO performansının ölçümü açısından temel gösterge olarak kabul edilmiştir.

Bu çalışmada kullanılan değişkenler, bu değişkenlerin tanımları ve başka hangi çalışmalarda kullanıldıkları Tablo 1'de özetlenmiştir.

Tablo 1. Araştırmada Kullanılan Değişkenler ve Tanımları

Değişken Türü	Değişken	Değişken Tanımı	Referans Çalışmalar
Bağımlı Değişken	HGET	Yıllık hisse getirisi (%)	Donaldson ve Davis, 1991; Hill ve Phan, 1991; Borokhovich vd., 1996; Ersoy vd., 2011; Eduardo ve Poole, 2016; Avcı, 2018
	CEOI	CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması (Kukla değişken, Aynı zamanda YKB: 1; sadece CEO: 0)	Aygün ve İç, 2010; Ersoy vd., 2011; Vintilă vd., 2015; Nguyen vd. 2018; Hsu vd., 2019; Çarkçı ve Ataman, 2016; Tekin ve Demirel, 2017; Kılıç ve Ayriçay, 2018.
	CEOS	CEO'nun farklı firmalarda CEO olarak çalıştığı toplam yıl sayısı	Simsek, 2007
	KIDE	CEO'nun mevcut firmasında çalıştığı toplam yıl sayısı	Finkelstein ve Hambrick, 1990; Rajagopalan ve Datta, 1996; Kitchell, 1997; Milbourn, 2003; Henderson vd., 2006; Simsek, 2007; Vintilă vd., 2015; Nguyen vd., 2018
Bağımsız Değişkenler	MEPS	Aynı firmada mevcut pozisyonda geçen yıl sayısı	Simsek, 2007
	YAS	CEO'nun yaşı	Geddes ve Vinod, 1997; Kitchell, 1997; Brockmann ve Simmonds, 1997; McKnight vd., 2000; Barker ve Mueller, 2002; Bertrand ve Schoar, 2003; Simsek, 2007; Serfling, 2014; Iqbal, 2015; Sitthipongpanich ve Polsiri, 2015; Cline ve Yore, 2016; Vintilă vd., 2015; Eduardo ve Poole, 2016; Andreou vd., 2017; Nguyen vd., 2018
	AF	CEO'nun aynı firma içinden atanarak CEO olması, (Kukla Değişken, içeriden: 1; dışarıdan: 0)	Borokhovich vd., 1996; Geddes ve Vinod, 1997; Zajac ve Stearns, 1997; Agrawal vd., 2006
Kontrol Değişkenleri	SHGET	Aynı sektördeki hisselerin ortalama yıllık getirisi (%)	Borokhovich vd., 1996; Andreou vd., 2017

3.3. Metodoloji

Araştırma'nın veri seti hem zaman serisini hem de farklı şirketlere ait veriyi içermektedir. Bu yüzden panel veri analizi metodu tercih edilerek hem zaman hem de mahal odaklı kıyaslama yapmak mümkün olmuştur (Gujarati, 2004).

Araştırmada kullanılan bağımsız değişkenlerin birbirleri arasında yakın ilişkilerinin bulunması durumu söz konusudur. Örneğin CEO yaşı ile CEO tecrübesi doğrudan ilişkilidir. CEO'nun aynı firmada çalıştığı süre ile yaşı arasında da yakın bir ilişki söz konusudur. Diğer yandan üst yönetime içeriden atama yapan birçok firmada atamalar kıdeme göre gerçekleştirilmektedir. Bu durum da içeriden atanan CEO'ların dışarıdan atananlara kıyasla daha yaşlı olması sonucunu doğurabilmektedir (Zajac ve Westphal, 1996: 80). Bağımsız değişkenlerin birbirleri arasında da ilişkilerin olması nedeniyle ölçülmek istenen bağımsız değişkenler ayrıştırılmış ve her bir bağımsız değişken için ayrı model kurulmuştur.

Kontrol değişkeni olarak aynı sektördeki hisse performansları bütün modellere dahil edilmiştir. Özellikle borsadaki birçok etken sektörel bazlı olarak etkili olmaktadır ve sektörel etkinin ayrıştırılması CEO'nun doğrudan performansını ölçmek açısından kritik öneme sahiptir. Örneğin 2015 yılında Türkiye tarafından Rusya'ya ait bir savaş uçağının düşürülmesi hadisesinden sonra Rus turistlerin Türkiye ziyaretlerinde ciddi bir duraklama yaşanmış, bütün havayolu firmaları ve yine turizm şirketleri bu durumdan diğer şirketlere kıyasla daha yüksek derecede olumsuz etkilenmiştir. 2020 yılının başında yaşanan Corona virüsü salgını da küresel ölçekte özellikle hava yolu ulaşım şirketlerini ve terminal işletmecilerini yüksek oranda etkilemiştir. Aynı sektörde bulunan şirketlerin ortalama getirilerinin kontrol değişkenlerine eklenmesi bu etkiyi minimize etmektedir.

Panel veri setinin kullanıldığı araştırmada literatürde sıklıkla tercih edilen rassal etkiler ve sabit etkiler modelleri birlikte uygulanmıştır (Avcı, 2018: 42). Verinin beş yıl gibi kısa bir zaman aralığını kapsamaması nedeniyle birim kök testi uygulanamamıştır. Balgati (2008: 241) yatay kesitte yüksek sayıda verinin bulunduğu fakat zaman serisinin kısa olduğu durumlarda birim kök testlerinin sağlıklı sonuç vermeyeceğini ve standart panel veri analizi uygulaması yapılabileceğini bildirmiştir.

Öncelikle literatürde birçok çalışmada rassal etkiler ya da sabit etkiler modellerinden hangisinin kullanılacağını belirlemeye yarayan Hausman testi uygulanmış olsa da son dönemde yapılan bazı çalışmalar Hausman testinin

geçerliliğini sorgulamaktadır. Özellikle de değişkenlerin arasındaki korelasyonun düşük olduğu durumlarda Hausman testinden bağımsız olarak sabit etkiler modelinin başarılı olamayacağı bildirilmiştir (Clark ve Linzer, 2015: 399). Bu nedenle kontrol amacıyla bu çalışmada rassal etkiler ve sabit etkiler modelleri bir arada kullanılmıştır. Hata terimi ile bağımlı değişken arasında korelasyon olup olmadığının tespiti için Durbin Watson istatistiği kullanılmıştır.

Araştırmada kullanılan modeller aşağıdaki gibidir.

$$HGET_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 YAS_{it} + \beta_2 SHGET_{it} + \beta_3 LPD_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$HGET_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 CEOS_{it} + \beta_2 SHGET_{it} + \beta_3 LPD_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$HGET_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 KIDE_{it} + \beta_2 SHGET_{it} + \beta_3 LPD_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

$$HGET_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 CEOI_{it} + \beta_2 SHGET_{it} + \beta_3 LPD_{it} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

$$HGET_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 MEPS_{it} + \beta_2 SHGET_{it} + \beta_3 LPD_{it} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

$$HGET_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 AF_{it} + \beta_2 SHGET_{it} + \beta_3 LPD_{it} + \epsilon_{it} \quad (6)$$

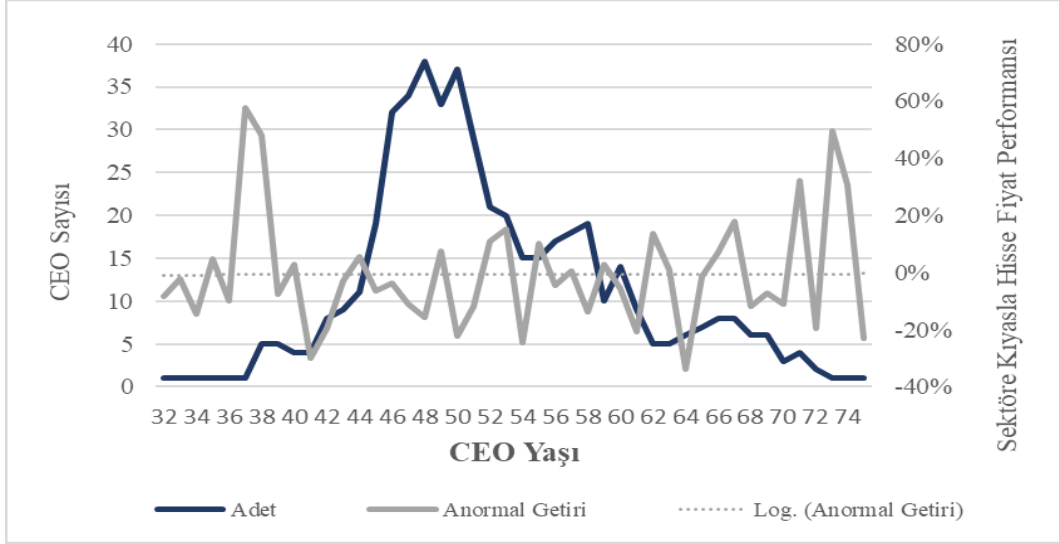
4. BULGULAR

Araştırmada kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 2’de paylaşılmıştır.

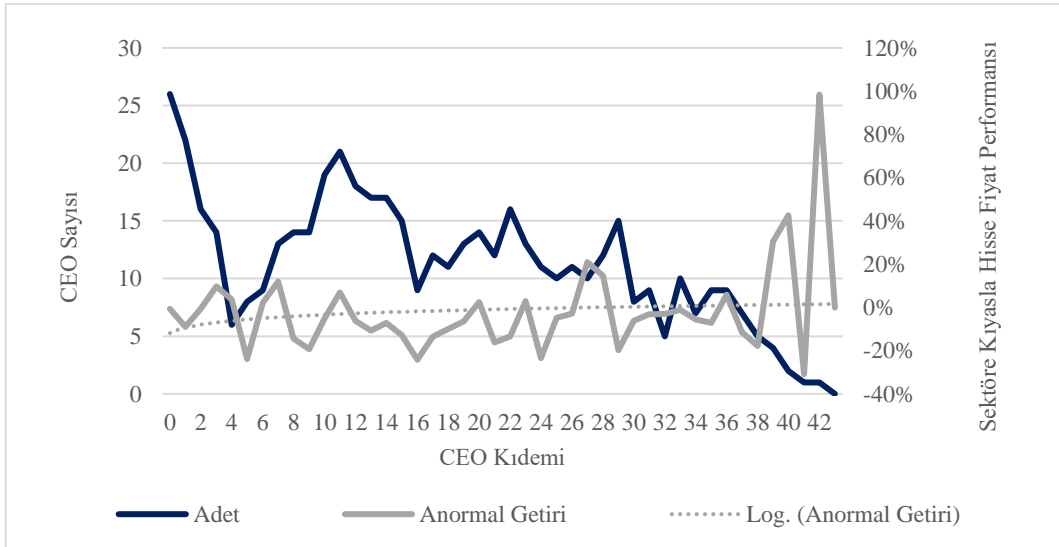
Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistikler

	HGET	CEOI	CEOS	KIDE	MEPS	YAS	AF	SHGET
Ortalama	0.239	0.069	7.206	17.093	5.945	52.305	0.855	0.284
Medyan	0.147	0	5	16	3	51	1	0.170
Maksimum	4.691	1	37	42	37	75	1	2.978
Minimum	-0.682	0	0	0	0	32	0	-0.384
Standart Sapma	0.537	0.255	7.499	11.162	7.313	7.760	0.353	0.467
Çarpıklık	2.176	3.387	1.637	0.198	2.056	0.522	-2.013	1.998
Basıklık	14.148	12.469	5.630	2.008	7.284	3.048	5.054	9.440
Jarque-Bera	2835	2682	349	23	698	22	404	1137
Olasılık	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Gözlem	475	475	475	475	475	475	475	475

Şekil 1 ve Şekil 2’de CEO’ların yaş ve kıdemine bağlı olarak dağılımları ve aynı sektördeki diğer firmalara kıyasla hisse fiyat performansları verisi paylaşılmıştır. Buna göre CEO’ların %77’si 44 ile 60 yaş aralığında bulunmaktadır. Özellikle 60 yaşından sonra CEO’ların sayısı önemli ölçüde azalmaya başlamaktadır. CEO’ların kıdem eğrisine göre aynı firmada dört yıldır çalışan CEO’lar en düşük yoğunluğu oluşturmaktadırlar. Dışarıdan gelen CEO’larda görev süresi çoğunlukla bir ya da iki yıl sürmekte, içeriden atanan CEO’larda ise aynı firmada beş yıldan fazla çalışmış olunması sıklıkla karşılaşılmaktadır. Örnekleme bulunan gözlem sayısının 77 adetini dışarıdan atanan CEO’lar, 418 adetini ise içeriden atanan CEO’lar oluşturmaktadır. İçerden atananların ağırlığı %84 olarak çıkmaktadır. Bu oran, Agrawal vd. (2006: 620) tarafından ABD’de yapılan çalışma ile oldukça benzerdir. Dışarıdan gelen CEO’ların ortalama kıdemi yalnızca 2,3 yıl olarak bulunmuştur. Dışarıdan transfer edilen CEO’ların oluşturduğu gözlemlerde 33 farklı yönetici bulunmaktadır ve bunlardan yalnızca 6’sı üç yıldan uzun süre görevlerinin başında devam etmiştir.



Şekil 1. CEO Yaşına Bağlı Olarak Araştırma Örnekleminde CEO'ların Sayı Dağılımı ve Aynı Sektörde Bulunan Diğer Şirketlere Kıyasla Elde Edilen Hisse Getirileri



Şekil 2. CEO Kıdemine Bağlı Olarak Araştırma Örnekleminde CEO'ların Sayı Dağılımı ve Aynı Sektörde Bulunan Diğer Şirketlere Kıyasla Elde Edilen Hisse Getirileri

Araştırmada kullanılan değişkenlere ait korelasyon değerleri Tablo 3'de verilmiştir. Aynı denklemde kullanılan bağımsız ve kontrol değişkenleri düşünüldüğünde bütün korelasyon katsayıları 0,25'den küçüktür ve değişkenler arasında korelasyon sorunu bulunmamaktadır.

Tablo 3. Korelasyon Tablosu

	CEOI	CEOS	HGET	KIDE	SHGET	AF	YAS	MEPS
CEOI	1.00							
CEOS	0.31	1.00						
HGET	0.04	0.09	1.00					
KIDE	0.11	0.44	0.05	1.00				
SHGET	-0.02	0.03	0.62	0.05	1.00			
AF	0.07	0.21	-0.02	0.57	0.01	1.00		
YAS	0.30	0.51	0.04	0.54	0.03	0.17	1.00	
MEPS	0.37	0.89	0.08	0.46	0.03	0.24	0.49	1.00

Oluşturulan modellerde otokorelasyon probleminin olup olmadığının anlaşılması için Durbin Watson istatistiği kullanılmıştır. Tablo 6’da belirtilmiş olan istatistik değerlerinin 2 değerine yakın çıkması nedeniyle otokorelasyon sorunu olmadığı görülmüştür.

Yatay kesitte bulunan şirketler arasında bir bağımlılık olup olmadığının tespiti için yatay kesit bağımlılığı testleri uygulanmıştır. Tablo 4’de gösterilmiş olan ve altı farklı modeli kapsayan sonuçlara göre yatay kesitler arasında bağımlılık bulunmamaktadır.

Tablo 4. Yatay Kesit Bağımlılığı Testleri

	Breusch-Pagan LM		Pesaran scaled LM		Pesaran CD	
	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık
Model 1	6,340.31	0.00	19.84	0.00	13.03	0.00
Model 2	6,364.13	0.00	20.10	0.00	11.78	0.00
Model 3	6,364.12	0.00	20.10	0.00	11.47	0.00
Model 4	6,378.61	0.00	20.25	0.00	11.52	0.00
Model 5	6,377.71	0.00	20.24	0.00	11.76	0.00
Model 6	6,344.68	0.00	19.89	0.00	11.33	0.00

Araştırmanın veri setinde yatay kesit kullanılması nedeniyle değişken varyans probleminin olup olmadığının analiz edilmesi gerekmiştir. Oluşturulan modellerde hata terimlerinin varyansının değişken olup olmadığının tespit edilmesi için LR testi uygulanmış sonuçlar Tablo 5’de verilmiştir.

Tablo 5. Değişen Varyans LR Testi

	Değer	Olasılık
Model 1	295.66	0.00
Model 2	293.84	0.00
Model 3	299.44	0.00
Model 4	294.39	0.00
Model 5	293.22	0.00
Model 6	296.32	0.00

Araştırmada uygulanan altı farklı modele ait olan sonuçlar Tablo 6’da paylaşılmıştır. Bütün modellerde Hausman testi olasılık değeri 0,05’den küçük çıkmış ve sabit etkiler modeli uygun bulunmuştur. Fakat bağımsız değişkenlere ait beta katsayılarının oldukça düşük çıkması Hausman testinin güvenilir olmama riskini doğurmaktadır (Clark ve Linzer, 2015: 399). Bu nedenle kontrol amacıyla rassal etkiler ve dirençli (sağlam) tahminciler modellerine de başvurulmuştur. Durbin Watson test sonuçları bütün modellerde 2 değerine oldukça yakın çıkmış, hata terimi ile bağımlı değişken arasında otokorelasyon problemine rastlanmamıştır.

Model 1’den elde edilen sonuçlara göre literatürdeki diğer çalışmalara paralel olarak CEO’nun yaşı ile aynı yılda hisse senedi getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamıştır (Eduardo ve Poole, 2016: 1). Literatürdeki diğer çalışmalar sıklıkla CEO yaşı ile Tobin’s q değeri arasındaki ilişkiyi araştırmış ve çoğunlukla negatif ilişki bulmuşlardır (Aygün ve İç, 2010: 192; Sitthipongpanich ve Polsiri, 2015: 125; Cline ve Yore, 2016: 169; Nguyen vd., 2018: 133).

CEO’nun kıdemi ile ilgili olan çalışmalar Model2, Model 3 ve Model 5’de ele alınmıştır. Model 2’de CEO olarak çalışılan süre ve hisse senedi performansı arasındaki ilişki analiz edildiğinde istatistiksel olarak %4 düzeyinde anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Elde edilen sonuçlara göre CEO olarak çalışılan süre ve hisse senedi performansı aynı yönde hareket etmektedir. Model 3’de CEO’nun aynı firmada çalıştığı süre ile hisse senedi performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanamamıştır. Model 5’de ise CEO’nun mevcut pozisyonda geçirdiği süre ile hisse senedi performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve aynı yönlü bir sonuç bulunmuştur. Literatürdeki CEO’nun kıdemi ile şirket performansını inceleyen diğer çalışmaların bulunduğu sonuçlar farklılık göstermektedir. Finkelstein ve Hambrick (1990: 484), Henderson vd. (2006: 447), Vintilă vd. (2015: 1244) CEO kıdemini şirket performansına olumlu yansıdığı yönünde sonuçlar bulurken Nguyen vd. (2018: 133) CEO’nun aynı pozisyonda geçirdiği süre ile şirket piyasa fiyatlaması arasında istatistiksel olarak ters ilişki olduğunu tespit etmiştir.

Model 4’de CEO’nun aynı anda yönetim kurulu başkanı olması değişkeni olan CEO ikiliği tanımlanmıştır. CEO ikiliği araştırma kapsamındaki 475 gözlemden yalnızca 38’inde söz konusudur ve istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç elde edilememiştir. Diğer çalışmalarda Aygün ve İç (2010: 200) ve Ersoy vd., (2011), CEO ikiliği ile firma performansı arasında negatif ilişki olduğunu saptarken; Vintilă vd., (2015) CEO ikiliği ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişkiye rastlamamışlardır.

Model 6’da CEO’nun içeriden ya da dışardan atanmasının hisse getirilerine etkisi incelenmiştir. Önceden de belirtildiği gibi, araştırma kapsamındaki 418 gözlemden CEO içeriden atanırken yalnızca 77 gözlemden dışarıdan transfer yapılmıştır. İçerden atanan CEO’larda mevcut firmada ve mevcut pozisyonda çalışılıyor olma süresi ortalama 6,8 yıl olurken; dışarıdan transfer edilen CEO’larda bu değer ancak 2,3 yıldır. Aynı zamanda içeriden atanan CEO’ların aynı firmada çalışma kıdemi ortalama 19,5 yıldır. Yani ortalama 13 yıl çalıştıktan sonra CEO’luğa yükselmektedirler. CEO’nun içeriden atanması ile şirket performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç bulunmamıştır. Bu sonuçlar dışarıdan atanan CEO’ların hisse fiyat performansına daha olumlu yansıdığını bildirmiş olan Borokhovich vd., (1996: 337) ile uymamaktadır.

Tablo 6. Hisse Getirisi Üzerinde Değişik Bağımsız Değişkenlerin Etkilerinin Gösterildiği Panel Veri Analizleri

Model 1 - CEO Yaşı							Model 2 - CEO Olarak Çalışılan Süre						
Rassal Etkiler				Sabit Etkiler			Rassal Etkiler				Sabit Etkiler		
Değişken	Beta	S.H.	p	Beta	S.H.	p	Değişken	Beta	S.H.	p	Beta	S.H.	p
YAS	0.00	0.00	0.43	0.00	0.00	0.40	CEOS	0.01	0.00	0.04	0.01	0.00	0.04
SHGET	0.67	0.05	0.00	0.62	0.07	0.00	SHGET	0.64	0.06	0.00	0.62	0.07	0.00
AR ²	0.24			0.41			AR ²	0.20			0.41		
DWS	1.97			1.91			DWS	1.96			1.93		
G. S.	475			475			G. S.	475			475		
Model 3 - Aynı Firmada Çalışılan Süre							Model 4 - CEO'nun Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Başkanı Olması						
Rassal Etkiler				Sabit Etkiler			Rassal Etkiler				Sabit Etkiler		
Değişken	Beta	S.H.	p	Beta	S.H.	p	Değişken	Beta	S.H.	p	Beta	S.H.	p
KIDE	0.00	0.00	0.45	0.00	0.00	0.37	CEOI	0.10	0.08	0.19	0.05	0.18	0.77
SHGET	0.70	0.05	0.00	0.62	0.07	0.00	SHGET	0.72	0.04	0.00	0.60	0.07	0.00
AR ²	0.31			0.41			AR ²	0.39			0.43		
DWS	1.98			1.91			DWS	1.99			2.43		
G. S.	475			475			G. S.	475			475		

Model 5 - Mevcut Pozisyonda Geçen Süre							Model 6 - CEO'luğa Aynı Firmada Yükselme						
Rassal Etkiler				Sabit Etkiler			Rassal Etkiler				Sabit Etkiler		
Değişken	Beta	S.H.	p	Beta	S.H.	p	Değişken	Beta	S.H.	p	Beta	S.H.	p
MEPS	0.01	0.00	0.04	0.01	0.00	0.03	AF	-0.03	0.05	0.61	-0.03	0.05	0.61
SHGET	0.67	0.05	0.00	0.62	0.07	0.00	SHGET	0.64	0.06	0.00	0.62	0.07	0.00
AR ²	0.25			0.41			AR ²	0.18			0.41		
DWS	1.97			1.93			DWS	1.96			0.00		
G. S.	475			475			G. S.	475			475		

S.H: Standart hata, p: olasılık, AR2: Ayarlanmış R2, DWS: Durbin Watson istatistiği, G.S.: Gözlem sayısı

5. SONUÇ

Bu çalışmada CEO'lara ait özelliklerin halka açık şirketlerde hisse fiyat performansına nasıl yansıdığı araştırılmıştır. Borsa İstanbul BİST100 endeksinde işlem gören şirketlerin dahil edildiği çalışmada 2015 ve 2019 yılları arasında kapsayan 5 yıllık döneme ait veri ve toplam 475 gözlem kullanılmıştır. Konuyla ilgili olarak literatürdeki diğer çalışmalar ağırlıklı olarak Türkiye dışında yapılmıştır. Ülkeler arasında kurumsal yönetim tarzlarının ve şirketlerin yapılarının farklı olması nedeniyle Türkiye'de yapılmış olan bu çalışmanın literatüre katkı sağladığı düşünülmektedir. Literatüre sağlandığı düşünülen ikinci katkı ise bağımlı değişken seçimidir. Literatürdeki birçok çalışmada şirket performansını belirleyen bağımlı değişken olarak Tobin's Q ve aktif karlılık değişkenleri kullanılırken bu çalışmada hisse fiyat performansları baz alınmıştır. Tobin's Q ve aktif karlılık değişkenleri CEO performansından daha çok şirketin yapısal özellikleri, yaşı ve iş koluyla ilgilidir. Aynı zamanda firma performansına bağlı olarak CEO seçimi de farklılık göstermektedir. Bu yüzden bu çalışmada CEO'lara yapılan prim ödemelerinde sıklıkla kullanılan hisse fiyat performansı değişkeni kullanılmıştır.

Araştırma bulgularına göre CEO'ların %84'ü içeriden atanmakta, içeriden atanan CEO'ların aynı firmada CEO olarak ortalama çalışma süresi dışarıdan atananlara kıyasla iki kat daha fazla olmaktadır. BİST100 endeksinde kote şirketlerde CEO'nun yönetim kurulu başkanı olması durumuna nadiren rastlanmaktadır. Gözlemlerin yalnızca %8'inde CEO ikiliği mevcuttur. Ortalama CEO yaşı 52 olarak gerçekleşirken, CEO'ların önemli bir kısmının 60 yaşında emekli olduğu dikkat çekmektedir.

Araştırma sonuçlarına göre CEO yaşı, CEO ikiliği, CEO'nun aynı firmada çalıştığı süre ve CEO'nun aynı firma içinden atanmasının şirket performansına etkisi bulunmamaktadır. Diğer yandan CEO'nun mevcut pozisyonda geçirdiği sürenin ve toplam CEO olarak çalışma tecrübesinin istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde şirket performansına olumlu yansıdığı görülmüştür. Her iki bulgu üst düzey yöneticilik ile kazanılan tecrübenin şirket performansına olumlu yansıdığını göstermektedir. Özellikle genç liderlere üst kademe pozisyonlarda çalışma şansının tanınması, onların uzun yıllar artan bir performansla CEO'luk kariyerlerine devam edebileceklerini göstermektedir. Araştırmada her ne kadar R² değerleri kontrol değişkeni olarak aynı sektördeki firmaların ortalama getirisinin kullanılması nedeniyle yüksek çıkmış olsa da test edilen bağımsız değişkenlere ait beta katsayılarının düşük olduğu dikkat çekmektedir. Yani CEO'lara ait özelliklerin şirket performansı üzerindeki etkisi sınırlıdır.

Elde edilen sonuçlar üst kademe teorisindeki farklı görüşlerin birbirine üstünlüğünün olmadığını desteklemektedir. CEO'ların yaşlanarak kazandığı tecrübenin etkisi ile genç CEO'ların sahip olduğu fiziksel ve duygusal dayanıklılık arasında bir dengenin oluştuğu ve her iki grubun birbirine üstünlük sağlamadığı görülmektedir. Bu araştırmanın literatüre yaptığı en önemli katkı gerek mevcut firmada gerekse farklı firmalarda olsun CEO'nun aynı pozisyonda çalışılmış olduğu toplam sürenin şirket performansına olumlu yönde etki etmesidir.

İleride yapılacak çalışmalarda, bu araştırma kapsamında araştırma sınırlılığı olarak da ifade edilen, veri setinin beş yıllık dönemi kapsamının ötesine geçilerek daha uzun dönemli incelemelerin yapılması, araştırmacılara önerilmektedir. Bununla birlikte, CEO'nun araştırmaya dahil edilen betimsel özelliklerinin kapsamı genişletilerek, farklı değişkenlere yer vermek suretiyle araştırma derinliğinin artırılması, gelecekte yapılacak çalışmalara ışık tutması açısından önem arz etmektedir. Şirketlerin tepe yönetimleri de bu çalışmadan ortaya çıkan sonuçlara göre, CEO seçimleri ve atamalarında değerlendirecekleri objektif ölçütleri değerlendirebileceklerdir.

YAZARLARIN BEYANI

Katkı Oranı Beyanı: Yazarlar çalışmaya eşit oranda katkı sağlamıştır.

Destek ve Teşekkür Beyanı: Çalışmada herhangi bir kurum ya da kuruluştan destek alınmamıştır.

Çatışma Beyanı: Çalışmada herhangi bir potansiyel çıkar çatışması söz konusu değildir.

KAYNAKÇA

- Acemoglu, D. ve Restrepo, P. (2019). Automation and new tasks: How technology displaces and reinstates labor. *Journal of Economic Perspectives*, 33(2), 3-30.
- Agrawal, A., Knoeber, C. R. ve Tsoulouhas, T. (2006). Are outsiders handicapped in CEO successions?. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 619-644.
- Andreou, P. C., Louca, C. ve Petrou, A. P. (2017). CEO age and stock price crash risk. *Review of Finance*, 21(3), 1287-1325.
- Avcı, E. (2018). Ortaklık yapısı ve şirket performansı: Borsa İstanbul'da bir uygulama. *Journal of Research in Business*, 3(1), 31-52.
- Aygün, M. ve İç, S. (2010). Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması firma performansını etkiler mi?. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (47), 192-201.
- Baltagi, B. (2008). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons.
- Bantel, K. A. ve Jackson, S. E. (1989). Top management and innovations in banking: Does the composition of the top team make a difference? *Strategic Management Journal*, 10, 107 – 124.
- Barak, O. (2007). Hisse senedi piyasasında halka açıklık oranının piyasa fiyatı üzerine etkisi. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 10(1-2), 59-72.
- Barker III, V. L. ve Mueller, G. C. (2002). CEO characteristics and firm R&D spending. *Management Science*, 48(6), 782-801.
- Bertrand, M. ve Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169-1208.
- Besler, S. (2006). Characteristics of Top Management Teams in Turkey. *South East European Journal of Economics & Business* (1840118X), (2),43-53.
- Borokhovich, K. A., Parrino, R. ve Trapani, T. (1996). Outside directors and CEO selection. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 337-355.
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, 16(4), 301-312.
- Brockmann, E. N. ve Simmonds, P. G. (1997). Strategic decision making: The influence of CEO experience and use of tacit knowledge. *Journal of Managerial Issues*, 454-467.
- Buchanan, J., Chai, D. ve Deakin, S. (2018). Unexpected corporate outcomes from hedge fund activism in Japan. *Socio-Economic Review*, 00(0), 1-22. doi:10.1093/ser/mwy007
- Burke, D. M. ve Light, L. L. (1981). Memory and aging: The role of retrieval processes. *Psychological Bulletin*, 90(3), 513.
- Celikyurt, U. ve Donmez, B. (2017). Engineer CEOs and firm performance in BIST manufacturing Firms. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 75, 207-228.
- Cernat, L. (2004). The emerging European corporate governance model: Anglo-Saxon, Continental, or still the century of diversity?. *Journal of European Public Policy*, 11(1), 147-166.
- Clapham, S. E., Schwenk, C. R. ve Caldwell, C. (2005). CEO perceptions and corporate turnaround. *Journal of Change Management*, 5(4), 407-428.

- Clark, T. S. ve Linzer, D. A. (2015). Should I use fixed or random effects?. *Political Science Research and Methods*, 3(2), 399-408.
- Cline, B. N. ve Yore, A. S. (2016). Silverback CEOs: Age, experience, and firm value. *Journal of Empirical Finance*, 35, 169-188.
- Çarkıcı, A. ve Ataman, G. (2016). Impact of the board structure on financial performance by stewardship theory perspective, *Social Sciences*, 1, 151-164.
- Doğan, M. ve Topal, Y. (2015). Yönetim kurulu büyüklüğü ile finansal performans arasındaki ilişkiye yönelik literatür taraması. *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 2(1).
- Donaldson, L. ve Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal Of Management*, 16(1), 49-64.
- Du, Q., Gao, H. ve Levi, M. D. (2012). The relative-age effect and career success: Evidence from corporate CEOs. *Economics Letters*, 117(3), 660-662.
- Dursun, İ. T. ve Köseoğlu, Y. (2016). Üst kademe teorisi'ni yeniden düşünmek: Üst yönetim ekiplerinin bilişsel özellikleri & teorik açıdan kapsamı ve önemi. *İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi*, 4(4), 117-133.
- Eduardo, M. ve Poole, B. (2016). CEO age and gender: Subsequent market performance. *Cogent Business & Management*, 3(1), 1146389.
- Ersoy, E., Bayrakdaroğlu, A. ve Şamiloğlu, F. (2011). Türkiye'de kurumsal yönetim ve firma performansı (tobin-q ve anormal getiri) arasındaki ilişkinin analizi (The Analysis of the Relationship between Corporate Governance and Firm Performance (Tobin-q and Abnormal Return) in Turkey). *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 48(554).
- Finkelstein, S. ve Hambrick, D. C. (1990). Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. *Administrative Science Quarterly*, 484-503.
- Fitza, M. A. (2017). How much do CEOs really matter? Reaffirming that the CEO effect is mostly due to chance. *Strategic Management Journal*, 38(3), 802-811.
- Forbes, D. P. (2005). Managerial determinants of decision speed in new ventures. *Strategic Management Journal*, 26(4), 355-366.
- Geddes, R. R. ve Vinod, H. D. (1997). CEO age and outside directors: A hazard analysis. *Review of Industrial Organization*, 12(5-6), 767-780.
- Gujarati, (2004). *Basic Econometrics*, 4th Ed., McGraw Hill.
- Hambrick, D. C. ve Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
- Henderson, A. D., Miller, D. ve Hambrick, D. C. (2006). How quickly do CEOs become obsolete? Industry dynamism, CEO tenure, and company performance. *Strategic Management Journal*, 27(5), 447-460.
- Hill, C. W. ve Phan, P. (1991). CEO tenure as a determinant of CEO pay. *Academy of Management Journal*, 34(3), 707-717.
- Hsu, S., Lin, S. W., Chen, W. P. ve Huang, J. W. (2019). CEO duality, information costs, and firm performance. *The North American Journal of Economics and Finance*, 101011.
- Iqbal, Z. (2015). CEO age, education, and introduction of hedging in the oil and gas industry. *Journal of Economics and Finance*, 39(1), 189-200.
- Isyatirim. (2020a). *İşyatırım takip listesi*. Erişim Tarihi: 27.02.2020. Erişim adresi: <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/takip-listesi.aspx#page-1>, (27.02.2020).
- Isyatirim. (2020b). *İşyatırım takip listesi*. Erişim Tarihi: 27.02.2020. Erişim adresi: <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/Temel-Degerler-Ve-Oranlar.aspx#page-1> (01.01.2020).

- John Harry III, E., Gao, Z., Hwang, Y. ve Wu, W. T. (2018). Performance periods in CEO performance-based equity awards: Theory and evidence. *The Accounting Review*, 93(2), 161-190.
- Kaplan, S. N., Klebanov, M. M. ve Sorensen, M. (2012). Which CEO characteristics and abilities matter?. *The Journal of Finance*, 67(3), 973-1007.
- Kılıç, M. ve Ayriçay, Y. (2018). Yönetim kurulu ve sahiplik yapısının finansal performans üzerindeki etkisi: BIST imalat sanayi sektöründe bir alan araştırması. *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 20(2), 177-192.
- Kitchell, S. (1997). CEO characteristics and technological innovativeness: A Canadian perspective. *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 14(2), 111-121.
- Loderer, C. F. ve Waelchli, U. (2010). *Firm age and performance*. Available at SSRN 1342248.
- Loureiro, G., Makhija, A. K. ve Zhang, D. (2020). One dollar CEOs. *Journal of Business Research*, 109, 425-439.
- McKnight, P. J., Tomkins, C., Weir, C. ve Hobson, D. (2000). CEO age and top executive pay: A UK empirical study. *Journal of Management and Governance*, 4(3), 173-187.
- Milbourn, T. T. (2003). CEO reputation and stock-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 233-262.
- Nguyen, P., Rahman, N. ve Zhao, R. (2018). CEO characteristics and firm valuation: a quantile regression analysis. *Journal of Management & Governance*, 22(1), 133-151.
- Peterson, R. S., Smith, D. B., Martorana, P. V. ve Owens, P. D. (2003). The impact of chief executive officer personality on top management team dynamics: one mechanism by which leadership affects organizational performance. *Journal of applied Psychology*, 88(5), 795.
- Quigley, T. J. ve Hambrick, D. C. (2015). Has the “CEO effect” increased in recent decades? A new explanation for the great rise in America's attention to corporate leaders. *Strategic Management Journal*, 36(6), 821-830.
- Rajagopalan, N. ve Datta, D. K. (1996). CEO characteristics: does industry matter?. *Academy of Management Journal*, 39(1), 197-215.
- Rodenbach, M. ve Brettel, M. (2012). CEO experience as micro-level origin of dynamic capabilities. *Management Decision*. 50(4), 611-634
- Serfling, M. A. (2014). CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of Corporate Finance*, 25, 251-273.
- Simsek, Z. (2007). CEO tenure and organizational performance: An intervening model. *Strategic Management Journal*, 28(6), 653-662.
- Sitthipongpanich, T. ve Polsiri, P. (2015). Do CEO and board characteristics matter? A study of Thai family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 6(2), 119-129.
- Tekin, E. ve Demirel, S. K. (2017). Yönetim kurulu kalitesinin firma performansı üzerindeki etkisi: BİST-100 firmaları üzerine bir araştırma. *Yönetim ve Ekonomi*, 24(3), 725-740.
- Tosi, H. L., Misangyi, V. F., Fanelli, A., Waldman, D. A. ve Yammarino, F. J. (2004). CEO charisma, compensation, and firm performance. *The Leadership Quarterly*, 15(3), 405-420.
- Tuzcu, A. ve Fıkrıkoca, A. (2005). Corporate governance approach of Turkish companies operating in the Istanbul Stock Exchange: The case of an emerging market economy in an age of capitalist diversity. *Problems and Perspectives in Management*, 4, 154-172.
- Vintilă, G., Onofrei, M. ve Gherghina, Ş. C. (2015). The effects of corporate board and CEO characteristics on firm value: empirical evidence from listed companies on the Bucharest stock exchange. *Emerging Markets Finance and Trade*, 51(6), 1244-1260.
- Whyte, W. H. (1956). *The Organization Man*. Doubleday: Garden City, NY.

- Yim, S. (2013). The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 250-273.
- Zajac, B. ve Stearns, L. B. (1997). CEOs' career backgrounds and corporate long-term strategic planning. *Sociological inquiry*, 67(2), 207-226.
- Zajac, E. J. ve Westphal, J. D. (1996). Who shall succeed? How CEO/board preferences and power affect the choice of new CEOs. *Academy of Management Journal*, 39(1), 64-90.